



宏观点评

“降准”后实体经济流动性或迎稳健扩张 量化经济指数周报-20230917

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

李昌萌

资格编号: S0120122070034

邮箱: licm@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

- **周度 ECI 指数:** 从周度数据来看,截至 2023 年 9 月 17 日,本周 ECI 供给指数为 50.88%,较上周回升 0.02%; ECI 需求指数为 49.25%,较上周回升 0.01%。从分项来看, ECI 投资指数为 49.57%,较上周回升 0.01%; ECI 消费指数为 49.31%,较上周回升 0.03%; ECI 出口指数为 48.30%,较上周回升 0.04%。
- **月度 ECI 指数:** 从 9 月份前两周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.87%,较 8 月回升 0.15%; ECI 需求指数为 49.24%,较 8 月回升 0.07%。从分项来看, ECI 投资指数为 49.56%,较 8 月回升 0.03%; ECI 消费指数为 49.29%,较 8 月回落 0.05%; ECI 出口指数为 48.28%,较 8 月回升 0.18%。从 ECI 指数来看,9 月工业生产景气度仍旧处于边际回升的态势,而需求端也出现了边际转好的迹象。随着房地产市场的逐步好转,其上下游行业的回暖将有效提振总需求,而高基数下出口增速预计也将在 9 月份继续边际修复。
- **ELI 指数:** 截至 2023 年 9 月 17 日,本周 ELI 指数为 0.70%,较上周回升 0.05%。**“降准”补充基础货币缺口、9 月中长期贷款增长或改善。**8 月金融统计数据显示,新增贷款 1.36 万亿,同比多增 1100 亿元,但是从贷款结构上看,经济融资需求依旧低迷下的“票据冲量”继续是 8 月份贷款扩张的主要因素,居民中长期贷款同比少增 658 亿元、企业中长期贷款同比少增 1056 亿元,实体经济融资需求未有显著改善。9 月 14 日央行官宣“降准”0.25 个百分点,继 8 月份“降息”之后再度释放宽松信号,继续指向填补贷款等因素造成的基础货币缺口,维持贷款“量”和“结构”的双重改善,预计在“降准”释放基础货币的呵护下,9 月份流动性供需继续保持合理充裕,中长期贷款增长或较 8 月份改善,实体经济流动性继续稳健扩张。
- **风险提示:** 政策出台节奏不及预期;货币政策变动不及预期;海外需求不确定性较大。

内容目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 1. 本周双指数概览 | 3 |
| 1.1. ECI 指数：9 月需求端或延续边际回升 | 3 |
| 1.2. ELI 指数：9 月份实体经济流动性稳步扩张 | 4 |
| 2. 本周高频数据概览 | 5 |
| 2.1. 工业生产：9 月工业增加值同比或将继续回升 | 5 |
| 2.2. 消费：9 月乘用车零售或继续保持正增长 | 5 |
| 2.3. 投资：大中城市地产销售继续回暖 | 6 |
| 2.4. 出口：海运价格指数边际回落 | 6 |
| 2.5. 通胀：原油价格继续回升 | 7 |
| 2.6. 流动性：上周货币净回笼 70 亿元 | 7 |
| 3. 本周政策一览 | 8 |
| 4. 风险提示 | 8 |

图表目录

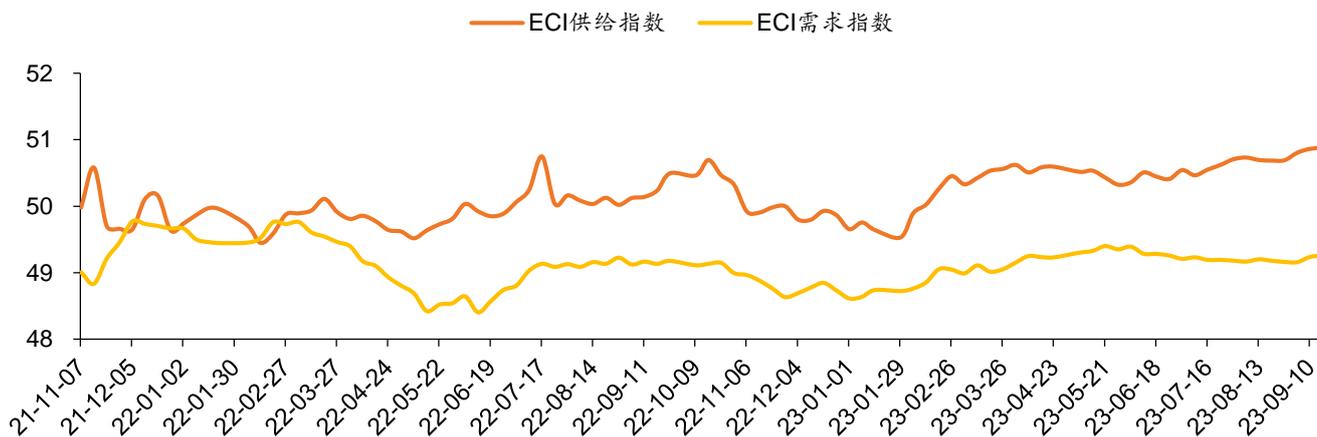
| | |
|---------------------------------------|---|
| 图 1：本周 ECI 供给指数、需求指数均小幅回升（单位：%） | 3 |
| 图 2：本周实体经济流动性小幅回升 | 4 |
| 表 1：ECI 指数月度走势（%） | 3 |
| 表 2：工业生产重要高频数据走势 | 5 |
| 表 3：消费重要高频数据走势 | 6 |
| 表 4：投资重要高频数据走势 | 6 |
| 表 5：出口重要高频数据走势 | 7 |
| 表 6：通胀重要高频数据走势 | 7 |

1. 本周双指数概览

1.1. ECI 指数：9 月需求端或延续边际回升

从周度数据来看，截至 2023 年 9 月 17 日，本周 ECI 供给指数为 50.88%，较上周回升 0.02%；ECI 需求指数为 49.25%，较上周回升 0.01%。从分项来看，ECI 投资指数为 49.57%，较上周回升 0.01%；ECI 消费指数为 49.31%，较上周回升 0.03%；ECI 出口指数为 48.30%，较上周回升 0.04%。

图 1：本周 ECI 供给指数、需求指数均小幅回升（单位：%）



资料来源：同花顺，德邦研究所

从 9 月份前两周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.87%，较 8 月回升 0.15%；ECI 需求指数为 49.24%，较 8 月回升 0.07%。从分项来看，ECI 投资指数为 49.56%，较 8 月回升 0.03%；ECI 消费指数为 49.29%，较 8 月回落 0.05%；ECI 出口指数为 48.28%，较 8 月回升 0.18%。**从 ECI 指数来看，9 月工业生产景气度仍旧处于边际回升的态势，而需求端也出现了边际转好的迹象。随着房地产市场的逐步好转，其上下游行业的回暖将有效提振总需求，而高基数下出口增速预计也将在 9 月份继续边际修复。**

表 1：ECI 指数月度走势（%）

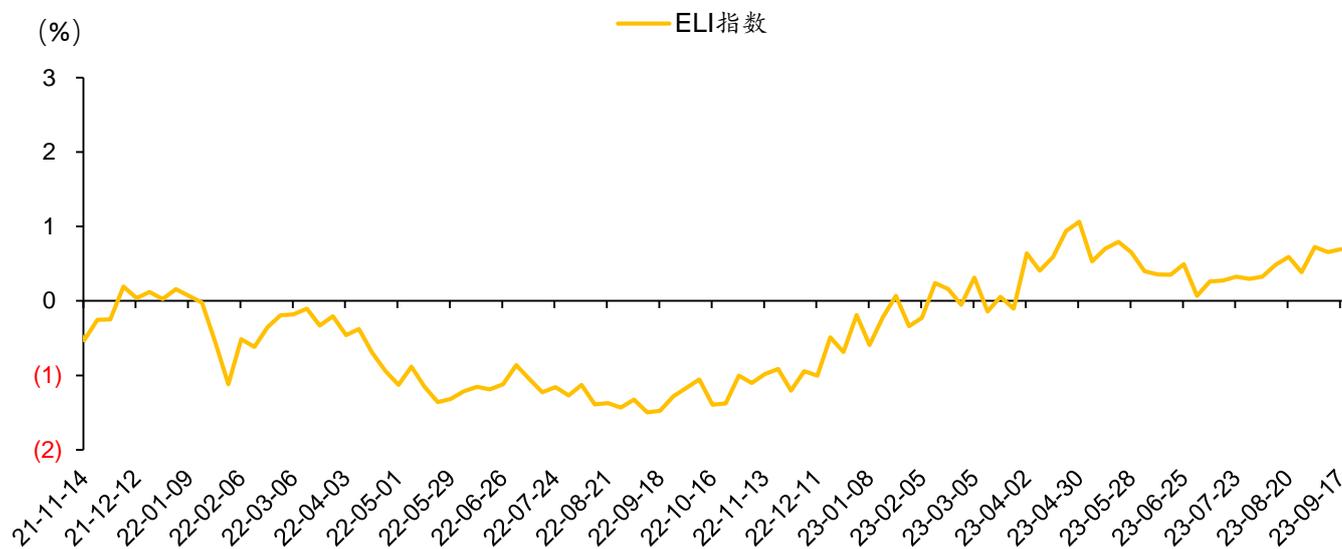
| | ECI 供给指数 | ECI 投资指数 | ECI 消费指数 | ECI 出口指数 | ECI 需求指数 | ECI 指数 |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|--------|
| 2023 年 9 月 | 50.87 | 49.56 | 49.29 | 48.28 | 49.24 | 49.24 |
| 2023 年 8 月 | 50.72 | 49.53 | 49.34 | 48.10 | 49.17 | 49.17 |
| 2023 年 7 月 | 50.61 | 49.59 | 49.36 | 48.03 | 49.19 | 49.19 |
| 2023 年 6 月 | 50.45 | 49.83 | 49.32 | 48.09 | 49.28 | 49.28 |
| 2023 年 5 月 | 50.43 | 49.77 | 49.51 | 48.04 | 49.35 | 49.35 |
| 2023 年 4 月 | 50.56 | 49.79 | 49.15 | 48.05 | 49.24 | 49.24 |
| 2023 年 3 月 | 50.49 | 49.61 | 48.93 | 48.00 | 49.06 | 49.06 |
| 2023 年 2 月 | 50.16 | 49.38 | 48.83 | 48.06 | 48.93 | 48.93 |
| 2023 年 1 月 | 49.65 | 49.04 | 48.48 | 48.19 | 48.68 | 48.68 |
| 2022 年 12 月 | 49.81 | 49.10 | 48.49 | 48.27 | 48.73 | 48.73 |
| 2022 年 11 月 | 49.95 | 49.31 | 48.40 | 48.28 | 48.81 | 48.81 |
| 2022 年 10 月 | 50.49 | 49.48 | 49.03 | 48.36 | 49.09 | 49.09 |
| 2022 年 9 月 | 50.29 | 49.29 | 49.41 | 48.38 | 49.14 | 49.14 |

资料来源：同花顺，德邦研究所测算

1.2. ELI 指数：“降准”补充基础货币缺口

截至 2023 年 9 月 17 日，本周 ELI 指数为 0.70%，较上周回升 0.05%。

图 2：本周实体经济流动性小幅回升



资料来源：同花顺，德邦研究所

“降准”补充基础货币缺口、9 月中长期贷款增长或改善。 8 月金融统计数据 displays, 新增贷款 1.36 万亿, 同比多增 1100 亿元, 但是从贷款结构上看, 经济融资需求依旧低迷下的“票据冲量”继续是 8 月份贷款扩张的主要因素, 居民中长期贷款同比少增 658 亿元、企业中长期贷款同比少增 1056 亿元, 实体经济融资需求未有显著改善。但是 9 月份以来, 表征银行资产投向的国股银票转贴现利率处于高位、同业存单提价发行, 显示贷款继续保持积极投放的态势; 另一方面, 8 月份政府债券融资需求旺盛, 是驱动经济融资需求好转的重要部分, 早在 8 月初即有各地要求专项债于 9 月内完成发行的信息, 在 8 月 28 日人大常委会审议的《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》中明确提出今年专项债额度要在 9 月内发行完毕, 在 8 月份政府债券融资加速之后, 预计 9 月政府债券融资将继续保持高增, 政府债券融资增加并形成资金投放, 不仅能带动实物投资量增长, 而且也能撬动实体经济配套贷款投放, 政府债融资继续维持高位和新增贷款积极投放, 均对 9 月份基础货币供需形成挑战, 9 月 14 日央行官宣“降准” 0.25 个百分点, 继 8 月份“降息”之后再度释放宽松信号, 继续指向填补贷款等因素造成的基础货币缺口, 维持贷款“量”和“结构”的双重改善, 预计在“降准”释放基础货币的呵护下, 9 月份流动性供需继续保持合理充裕, 中长期贷款增长或较 8 月份改善, 实体经济流动性继续稳健扩张。

2. 本周高频数据概览

2.1. 工业生产：9月工业增加值同比或将继续回升

开工率方面，主要行业开工率各有升降。其中本周汽车全/半钢胎开工率分别为 64.73%和 72.26%，分别环比回落 0.04%和回升 0.06%；本周钢厂高炉开工率录得 84.07%，环比回落 0.32%，较去年同期回升 1.66%。

库存方面，本周六港口炼焦煤库存合计 191.55 万吨，环比回落 4.75 万吨；本周主要钢厂建筑钢材库存录得 241.71 万吨，环比回升 0.19 万吨；本周港口铁矿石合计库存录得 11865.75 万吨，环比回落 2.12 万吨。

负荷率方面，本周 PTA 工厂、聚酯工厂和江浙织机 PTA 产业链负荷率分别录得 78.68%、84.41%和 65.82%，分别环比回落 2.58%、环比持平 and 回升 0.53%。上周沿海七省电厂负荷率录得 74.57%，环比回落 1.43%，较去年同期回落 0.43%。

表 2：工业生产重要高频数据走势

| 指标类别 | 指标名称 | 单位 | 更新时间 | 最新值 | 上期值 | 环比变动 | 去年同期值 | 同比变动 |
|------|-------------------|----|------------|----------|----------|--------|----------|-----------|
| 开工率 | 开工率:汽车轮胎:全钢胎 | % | 2023-09-15 | 64.73 | 64.77 | (0.04) | 50.42 | 14.31 |
| | 开工率:汽车轮胎:半钢胎 | % | 2023-09-15 | 72.26 | 72.20 | 0.06 | 54.01 | 18.25 |
| | 焦炉生产率:国内独立焦化厂 | % | 2021-12-31 | 62.12 | 61.70 | 0.42 | 54.01 | 8.11 |
| | 开工率:PTA:国内 | % | 2023-09-15 | 79.82 | 78.23 | 1.59 | 79.51 | 0.31 |
| | 高炉开工率(247家):全国 | % | 2023-09-15 | 84.07 | 84.39 | (0.32) | 82.41 | 1.66 |
| 库存 | 库存:铁矿石:港口合计 | 万吨 | 2023-09-15 | 11865.75 | 11867.87 | (2.12) | 13718.92 | (1853.17) |
| | 炼焦煤库存:六港口合计 | 万吨 | 2023-09-15 | 191.55 | 196.30 | (4.75) | 214.90 | (23.35) |
| | 主要钢厂库存:建筑钢材 | 万吨 | 2023-09-15 | 241.71 | 241.52 | 0.19 | 304.50 | (62.79) |
| 负荷率 | 负荷率:沿海七省电厂 | % | 2023-09-08 | 74.57 | 76.00 | (1.43) | 75.00 | (0.43) |
| | PTA 产业链负荷率:PTA 工厂 | % | 2023-09-15 | 78.68 | 81.26 | (2.58) | 71.24 | 7.44 |
| | PTA 产业链负荷率:聚酯工厂 | % | 2023-09-15 | 84.41 | 84.41 | 0.00 | 82.83 | 1.58 |
| | PTA 产业链负荷率:江浙织机 | % | 2023-09-15 | 65.82 | 65.29 | 0.53 | 62.86 | 2.96 |

资料来源：同花顺，CEIC，德邦研究所

2.2. 消费：9月乘用车零售或继续保持正增长

乘用车消费方面，9月10日乘用车当周日均销量录得 43885 辆，较去年同期回升 5347 辆。在 8 月份乘用车市场迎来修复后，9 月初乘用车零售仍表现出较好的增长态势。根据乘联会发布的最新数据，9 月 1-10 日乘用车市场零售 43.9 万辆，同比增长 14%，其中新能源车市场零售 17.2 万辆，同比增长 40%，预计 9 月份乘用车零售仍将录得正增长。

主要价格指数方面，上周义乌中国小商品指数录得 101.01，环比回落 0.05；上上周柯桥纺织价格指数录得 106.24，环比回升 0.06。

人员流动方面，本周航班执飞率均值为 84.86%，环比回升 0.74%，较去年同期回升 37.10%。地铁日均客运量录得 7096.70 万人，环比回落 292.84 万人，较去年同期回升 2292.88 万人。

表 3：消费重要高频数据走势

| 指标类别 | 指标名称 | 单位 | 更新时间 | 最新值 | 上期值 | 环比变动 | 去年同期值 | 同比变动 |
|------|-----------------|----|------------|----------|-----------|------------|----------|---------|
| 乘用车 | 当周日均销量:乘用车:厂家零售 | 辆 | 2023-09-10 | 43885.00 | 136568.00 | (92683.00) | 38538.00 | 5347.00 |
| | 汽车消费指数 | 点 | 2023-08-31 | 80.80 | 75.40 | 5.40 | 89.30 | (8.50) |
| 价格指数 | 中关村电子产品价格指数 | | 2023-06-30 | 82.58 | 82.58 | 0.00 | 83.83 | (1.25) |
| | 柯桥纺织:价格指数:总类 | | 2023-09-01 | 106.24 | 106.18 | 0.06 | 107.29 | (1.05) |
| | 义乌中国小商品指数:总价格指数 | 点 | 2023-09-15 | 101.01 | 101.06 | (0.05) | 100.81 | 0.20 |
| 人员流动 | 航班当周执飞率 | % | 2023-09-22 | 84.86 | 84.12 | 0.74 | 47.76 | 37.10 |
| | 地铁日均客运量 | 万人 | 2023-09-15 | 7096.70 | 7389.54 | (292.84) | 4803.82 | 2292.88 |

资料来源：同花顺，德邦研究所

2.3. 投资：大中城市地产销售继续回暖

基建投资方面,9月13日石油沥青装置开工率录得45.30%,环比回落4.00%,较去年同期回升2.90%;9月8日全国水泥发运率录得48.33%,环比回落0.12%,较去年同期回落1.02%。

房地产投资方面,上周30大中城市商品房成交面积录得259.30万平方米,环比回升14.17%。上周普通硅酸盐水泥市场价录得300.60元/吨,环比回落4.40元/吨;上周普浮法平板玻璃市场价录得2107.60元/吨,环比回升21.20元/吨。

表 4：投资重要高频数据走势

| 指标类别 | 指标名称 | 单位 | 更新时间 | 最新值 | 上期值 | 环比变动 | 去年同期值 | 同比变动 |
|-------|------------------|------|------------|---------|---------|--------|---------|----------|
| 基建相关 | 开工率:石油沥青装置 | % | 2023-09-13 | 45.30 | 49.30 | (4.00) | 42.40 | 2.90 |
| | 水泥发运率:全国:当周值 | % | 2023-09-08 | 48.33 | 48.45 | (0.12) | 49.35 | (1.02) |
| 房地产相关 | 100 大中城市供应土地占地面积 | 万平方米 | 2023-09-03 | 2111.40 | 1386.09 | 725.32 | 2904.51 | (793.10) |
| | 30 大中城市商品房成交面积 | 万平方米 | 2023-09-10 | 259.30 | 227.12 | 32.18 | 293.87 | (34.57) |
| | 市场价:普通硅酸盐水泥 | 元/吨 | 2023-09-10 | 300.60 | 305.00 | (4.40) | 384.30 | (83.70) |
| | 市场价:浮法平板玻璃 | 元/吨 | 2023-09-10 | 2107.60 | 2086.40 | 21.20 | 1747.90 | 359.70 |

资料来源：同花顺，德邦研究所

2.4. 出口：海运价格指数边际回落

出口价格方面,本周中国/上海出口集装箱运价指数分别录得875.21点和948.68点,分别环比回落15.13点和50.57点;本周波罗的海干散货指数录得1291.00点,环比回升180.20点。

出口数量方面,韩国8月出口总额同比增速录得-8.3%,同比降幅较7月同期明显收窄,同时美国服装、电子相关行业去库速度较快,对我国出口产生一定的拉动作用,预计随着基数的走低,后续出口增速或将延续回升态势。

表 5：出口重要高频数据走势

| 指标类别 | 指标名称 | 单位 | 更新时间 | 最新值 | 上期值 | 环比变动 | 去年同期值 | 同比变动 |
|------|---------------|----|------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 出口价 | SCFI:综合指数 | / | 2023-09-15 | 948.68 | 999.25 | (50.57) | 2312.65 | (1363.97) |
| | CCFI:综合指数 | / | 2023-09-15 | 875.21 | 890.34 | (15.13) | 2609.09 | (1733.88) |
| | 波罗的海干散货指数 | / | 2023-09-15 | 1291.00 | 1110.80 | 180.20 | 1484.80 | (193.80) |
| 出口量 | 外贸集装箱吞吐量:当旬同比 | % | 2022-12-10 | 5.50 | (3.50) | 9.00 | 3.00 | 2.50 |
| | 韩国:出口总额:同比 | % | 2023-08-31 | (8.35) | (16.42) | 8.08 | 6.47 | (14.82) |

资料来源：同花顺，德邦研究所

2.5. 通胀：原油价格继续回升

国内方面，本周猪肉平均批发价录得 22.31 元/公斤，环比回落 0.19 元/公斤；本周 28 种重点监测蔬菜平均批发价录得 5.08 元/公斤，环比回落 0.13 元/公斤。

国际方面，本周布伦特原油期货结算价录得 92.44 美元/桶，环比回升 2.40 美元/桶；本周 COMEX 黄金期货结算价录得 1938.76 美元/盎司，环比回落 6.74 美元/盎司。

表 6：通胀重要高频数据走势

| 指标类别 | 指标名称 | 单位 | 更新时间 | 最新值 | 上期值 | 环比变动 | 去年同期值 | 同比变动 |
|------|------------------|-------|------------|---------|---------|--------|---------|--------|
| 国内 | 平均批发价:猪肉 | 元/公斤 | 2023-09-15 | 22.31 | 22.50 | (0.19) | 29.77 | (7.46) |
| | 平均批发价:28 种重点监测蔬菜 | 元/公斤 | 2023-09-15 | 5.08 | 5.22 | (0.13) | 5.35 | (0.27) |
| 国际 | 期货结算价:布伦特原油 | 美元/桶 | 2023-09-15 | 92.44 | 90.04 | 2.40 | 92.69 | (0.25) |
| | 期货结算价:COMEX 黄金 | 美元/盎司 | 2023-09-15 | 1938.76 | 1945.50 | (6.74) | 1705.58 | 233.18 |

资料来源：同花顺，德邦研究所

2.6. 流动性：上周货币净回笼 70 亿元

公开市场操作方面，上周央行进行 7380 亿元逆回购操作，有 7450 亿元逆回购到期，当周货币净回笼 70 亿元。

受到资金面变化影响，上周 7 天 shibor 利率小幅回落，从周初的 1.955% 回落至周末的 1.900%；上周 10 年期国债收益率小幅回落，从周初的 2.679% 回落至周末的 2.641%。

3. 本周政策一览

| 时间 | 部门/地区 | 政策/会议 | 内容 |
|-----------|----------|-------------------------------------|---|
| 2023/9/11 | 国家金融监管总局 | 《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》 | 提出，引导保险公司支持资本市场平稳健康发展。对于保险公司投资沪深300指数成分股，风险因子从0.35调整为0.3；投资科创板上市普通股股票，风险因子从0.45调整为0.4。对于保险公司投资公开募集基础设施证券投资基金（REITS）中未穿透的，风险因子从0.6调整为0.5。《通知》要求保险公司加强投资收益长期考核，在偿付能力季度报告摘要中公开披露近三年平均的投资收益率和综合投资收益率。 |
| 2023/9/13 | 中共中央、国务院 | 《关于支持福建探索海峡两岸融合发展新路 建设两岸融合发展示范区的意见》 | 促进闽台经贸深度融合，优化涉台营商环境。制定促进闽台融合放宽市场准入特别措施的意见。鼓励福建自由贸易试验区扩大对台先行先试，支持对台小额贸易创新发展。支持建设多层次两岸金融市场，创新两岸社会资本合作方式，推动设立两岸产业融合发展基金，支持海峡股权交易中心“台资本”创新升级，加强与新三板合作对接，推动更多符合条件的在闽优质台企在大陆上市，鼓励更多台企参与大陆金融市场发展。 |
| 2023/9/13 | 财政部 | 《普惠金融发展专项资金管理办法》 | 对符合条件的创业担保贷款，财政部门给予贷款实际利率50%的财政贴息。鼓励有条件的地方对创业担保贷款逐步降低或免除反担保要求。 |
| 2023/9/13 | 教育部 | 《校外培训行政处罚暂行办法》 | 自10月15日起施行。《办法》明确擅自举办校外培训机构，擅自开展学科类隐形变异培训，擅自举办社会性竞赛，违反法律、行政法规和国家有关规定开展培训活动等违法情形及法律责任。 |
| 2023/9/14 | 工信部 | | 将持续实施工业互联网创新发展工程，面向关键领域加快布局一批标杆项目，加快推动5G等优势技术与工业生产核心环节融合；打造“5G+工业互联网”升级版，引领重点行业、重点企业加快改造升级；组织开展2023年未来产业创新任务揭榜挂帅工作，揭榜任务内容为面向元宇宙、人形机器人、脑机接口、通用人工智能4个重点方向，聚焦核心基础、重点产品、公共支撑、示范应用等创新任务。 |

资料来源：国务院、国家金融监管总局、各相关部委等，Wind，德邦研究所

4. 风险提示

- (1) 政策出台节奏不及预期；
- (2) 货币政策变动不及预期；
- (3) 海外需求不确定性较大。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

王洋，复旦大学政治经济学硕士，曾经沉浸在期货市场领域多年，横跨贵金属、外汇和固定收益研究，2021 年加入德邦证券研究所，偏重货币理论、流动性等宏观利率方向，略带“布波族”风格，做过话剧，打过辩论，参透哲学，专攻历史，推崇康德式的认知和约翰·梅纳德·凯恩斯的投资理念，擅长从“利率定价一切”的思路研究固定收益、股票指数和大宗商品等大类资产配置。

李昌萌，中国科学院大学硕博连读毕业，金融学博士。在《国际金融研究》、《中国金融》、《管理评论》等期刊发表多篇文章。擅长通过构建数理模型对经济现象进行解释，结合高频数据对经济指标未来的走势进行预测分析，侧重中观与方法论研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。